

冰箱压缩机国内龙头，争做世界性品牌

——华意压缩(000404)调研报告

报告日期：2011 年 9 月 5 日

要点：

- **国内冰压行业龙头：**华意压缩的主营业务为冰箱压缩机及其配件的生产和销售。公司是国内冰箱压缩机龙头企业，销量占比超过 20%，位于行业首位。
- **政策红利到期后冰箱行业仍能维持快速增长：**由于 2011 年底以旧换新和部分省市家电下乡的政策到期，市场存在家电销售增速回落预期。但我们认为，包括冰箱在内的家电产品增长仍有保障：农村家庭冰箱普及、城镇家庭冰箱更新和升级换代、出口比重加大是拉动行业需求的三大因素。
- **募投项目助力公司“一体两翼”起飞：**公司在今年初提出非公开发行股票方案，并在近期获批；我们认为，本次非公开发行的募投项目将有效帮助公司产品升级换代，巩固公司国内行业龙头地位。同时，公司以加西贝拉为主体、以华意本部和华意荆州为两翼的“一体两翼”战略也在本次方案中得到体现。
- **加西贝拉国内冰压领导者地位进一步加强：**500 万台超高效和变频压缩机项目由加西贝拉为主体实施。加西贝拉在超高效压缩机和变频压缩机的国内市场占有率分别为 30%和 10%，两者的大半市场份额均被恩布拉科所占领，募投项目实施将消除加西贝拉的高端产品产能瓶颈限制，追赶恩布拉科的市场份额。
- **商用压缩机前景广阔，高端产品利润丰厚：**轻型商用压缩机的市场集中度低，直接用户众多，但用户的技术实力普遍不强，在技术上对压缩机供应商的依赖程度高；终端用户有许多是国际性大公司，如可口可乐、百事、雀巢等，压缩机成本在成套设备中所占的比例相对较少，价格敏感性不高。这些因素保证了高端商用压缩机的高毛利率水平。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2011-2013 年销售收入分别为 52.17 亿元、59.48 亿元和 86.72 亿元；净利润分别为 0.22 亿元、1.22 亿元和 3.17 亿元；摊薄 EPS 分别为 0.05 元、0.26 元和 0.67 元。考虑到公司的行业地位和发展趋势，我们给予公司 2013 年 15 倍 PE，认为公司合理价值在 10.05 元，给予“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**原材料继续上涨风险，行业竞争加剧风险

分析师

严福崑 执业证书编号 S1070511030001

☎ (86-0755) 83515672

✉ yfy@cgws.com

联系人

桂方晓 执业证书编号 S1070511070001

☎ (86-21) 61683506

✉ guifx@cgws.com

投资评级：强烈推荐（首次）

市场数据

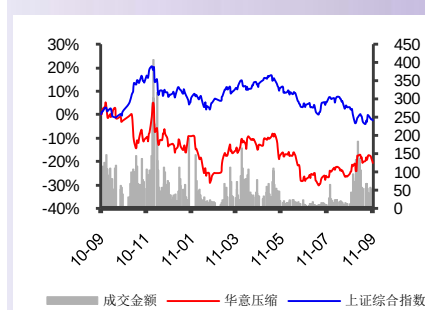
当前股价：7.78 元

总市值（亿元）	25.80
流通市值（亿元）	18.08
总股本（亿股）	3.25
流通股本（亿股）	2.27
12 个月最高/最低	10.78/6.93

公司盈利预测（百万元）

	2011E	2012E	2013E
营业收入	5217	5948	8672
(+/-%)	13.0%	14.0%	45.8%
净利润	22	122	317
(+/-%)	15.5%	454.2%	159.7%
摊薄每股收益	0.05	0.26	0.67
PE	164.1	29.6	11.4

股价表现图



独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



目 录

1. 国内冰压行业龙头	4
2. 中低端比拼成本与规模，高端呈现一片蓝海	5
2.1 政策红利到期后冰箱增长仍有保障	5
2.2 中低端产能过剩，高端前景广阔	6
2.3 节能环保型冰箱将是未来市场主流	7
3. 募投项目助力公司“一体两翼”起飞	8
3.1 产品结构优化，高端占比将大幅提高	8
3.2 贯彻公司“一体两翼”战略	9
3.3 出口产品未来将占据半壁江山	10
4. 盈利预测	11



图 表 目 录

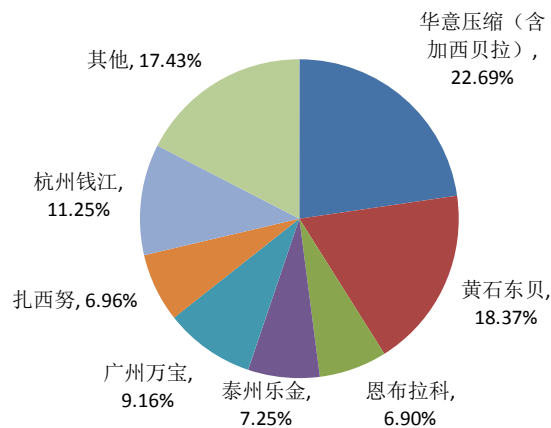
图 1、2010 年 1-6 月中国市场主要冰箱压缩机企业销量占比.....	4
图 2、家电下乡各类产品销售额总计（万元）	5
图 3、冰箱季度销量（万台）与同比增长率	5
图 4、我国 2009 年冰箱压缩机能效结构分布	7
图 5、公司近年产品出口情况（百万元）	11
图 6、境内外产品平均毛利率水平	11
表 1、华意压缩分部产能与产量情况.....	4
表 2、我国 1990-2009 年平均百户家庭冰箱拥有量（台）	5
表 3、2007-2010 年我国冰箱压缩机出口情况.....	6
表 4、2009 年全球十大压缩机生产企业销量及市场占有率	6
表 5、2005 年来国内压缩机行业产能与产销量情况	7
表 6、压缩机名义性能系数（COP）的分级	8
表 7、国内冰箱压缩机高端产品需求预测	10
表 8、华意压缩主营业务盈利预测及核心假设.....	11

1. 国内冰压行业龙头

华意压缩的主营业务为冰箱压缩机及其配件的生产和销售，属于专用设备制造业中其他专用设备制造业。

公司是国内冰箱压缩机龙头企业，销量占比超过 20%，位于行业首位。

图 1、2010 年 1-6 月中国市场主要冰箱压缩机企业销量占比



资料来源：中国家用电器协会，《电器》杂志，长城证券金融研究所整理

截至 2010 年底，公司压缩机总产能为 2100 万台，其中母公司 600 万台，控股子公司加西贝拉 1300 万台，控股子公司华意荆州 200 万台。

表 1、华意压缩分部产能与产量情况

	2010 年	2009 年	2008 年
实际产能 (万台)	2,100	1,850	1,600
其中：华意压缩母公司	600	600	400
加西贝拉	1,300	1,050	1,000
华意荆州	200	200	200
产量 (万台)	2,093	1,562	1,298
其中：华意压缩母公司	611	459	331
加西贝拉	1,302	958	780
华意荆州	180	145	187
销量 (万台)	2,093	1,489	1,319
其中：华意压缩母公司	611	399	351
加西贝拉	1,302	948	780
华意荆州	180	142	188
公司产能利用率	99.67%	85.00%	81.13%
其中：华意压缩母公司	100.00%	76.50%	82.75%
加西贝拉	100.00%	91.24%	78.00%
华意荆州	90.00%	72.50%	93.50%
行业平均产能利用率	72.23%	67.21%	66.81%

资料来源：公司公告，长城证券金融研究所整理



2. 中低端比拼成本与规模，高端呈现一片蓝海

2.1 政策红利到期后冰箱增长仍有保障

压缩机行业的下游产业主要是冰箱、冰柜、饮水机、除湿机、制冰机等与人民的生活水平密切相关的家用电器行业，其中又以冰箱为主。

在“家电下乡”和“以旧换新”等政策刺激下，冰箱等家电行业近年增速较快。冰箱 2008 年底销量为 4764 万台，2010 年底销量为 7434 万台，复合增长率为 24.9%。

图 2、家电下乡各类产品销售额总计（万元）

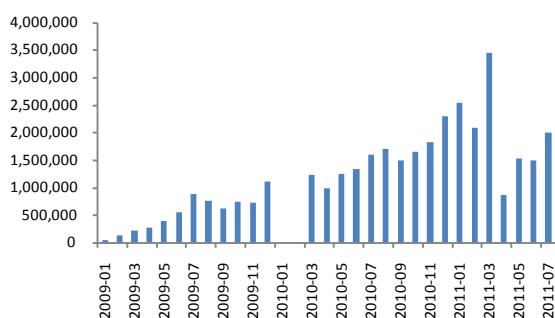
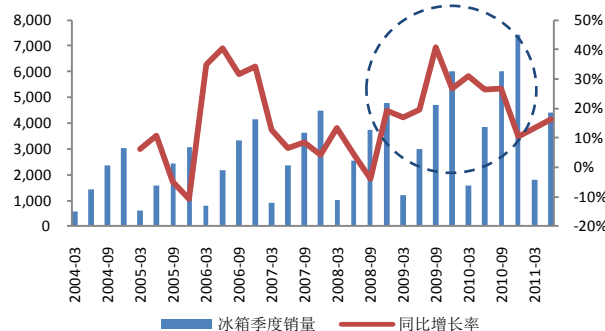


图 3、冰箱季度销量（万台）与同比增长率



资料来源：WIND，长城证券金融研究所

由于 2011 年底以旧换新和部分省市家电下乡的政策到期，市场存在家电销售增速回落预期。但我们认为，包括冰箱在内的家电产品增长仍有保障：

农村家庭冰箱普及率还不高，根据中国家电协会预测，未来 5 年农村家庭冰箱的每百户平均拥有量将在现有基础上快速发展，到 2015 年末达到或接近城市市场 90 年代中后期的水平，每百户平均拥有量有望从现在的 37 台增加到 70-75 台，故预计未来农村市场冰箱的年均需求量为 1,200 万台至 1,400 万台；

城镇家庭冰箱开始更新和升级换代，向大容量、高性能发展。未来五年，我国预计将约有 5,050 万台冰箱达到使用寿命，平均每年更新冰箱数量约 1,000 万台。另外，随着采用新能效标准、大容量多温区、对开门产品进入市场以及国家出台的以旧换新政策将进一步推动高效型产品对老产品的更新。

表 2、我国 1990-2009 年平均百户家庭冰箱拥有量（台）

类别	1990 年	1995 年	2000 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
城镇家庭	42.33	66.22	80.10	90.72	91.75	95.03	93.63	95.4
农村家庭	1.22	5.15	12.31	20.1	22.48	26.12	30.19	37

资料来源：中国家电协会、国家统计局，长城证券金融研究所

出口是国内冰箱压缩机行业重要增长点。2007 年以来，出口额和平均出口单价均呈现上升趋势，即使在金融危机影响最深的 2008 年，出口额也未受到较大影响，出口单价相比 2007 年反而有所上升。2010 年的出口额已超过 2007 年的 80.59%，平均单价

相比 2007 年上涨了 26.95%。

表 3、2007-2010 年我国冰箱压缩机出口情况

项目	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年
出口量（万台）	1,725.80	1,168.78	1,47.21	1,213.08
出口额（万美元）	59,307.41	35,863.09	31,960.61	32,841.06
平均单价（美元）	34.37	30.68	30.52	27.07

资料来源：产业在线，长城证券金融研究所

此外，“中国家用电器工业‘十二五’发展规划”已经完稿并提交工信部，计划近期公布。经修订，到“十二五”末，中国家电工业总产值由原定的 1.1 万亿元，提高到 1.5 万亿元，上调近四成，年均增长率为 9.2%；此外家电出口额目标由原来的 500 亿美元提高到 600 亿美元，在全球出口市场的比重将达到 35%。

2.2 中低端产能过剩，高端前景广阔

从全球市场来看，2009 年全球压缩机企业的产能超过 2 亿台，市场销量约为 1.6 亿台，总体上供大于求。从地区上看，最大的市场在亚洲，而亚洲最大的市场又在中国，中国市场约占亚洲总量的 70%。全球压缩机市场的主要品牌包括恩布拉科、松下、ACC、丹佛斯和中国的华意压缩、黄石东贝等。

表 4、2009 年全球十大压缩机生产企业销量及市场占有率

企业名称	销量（万台）	市场占有率
恩布拉科	2,240	14%
松下	2,080	13%
ACC	1,760	11%
LG	1,760	11%
泰康	1,600	10%
华意压缩（含加西贝拉）	1,489	9.3%
黄石东贝	1,341	8.4%
钱江万胜	862	5.4%
丹佛斯	800	5%
广州冷机	714	4.5%

数据来源：中国家用电器协会，《电器》杂志，长城证券金融研究所整理

国内冰箱压缩机主要生产企业有 16 家，总体产能已经超过 1.2 亿台（其中年生产能力在 1,000 万台以上的企业为 6 家），超过全球总产能的 60%。国产冰箱压缩机已在国内市场取得了完全的市场主导地位，冰箱、冷柜等用的国产压缩机配套程度已达到 90%以上。2009 年国内冰箱压缩机供应总量（含出口）达 7800 万台，约占全球市场的 50%左右。中国已经成为全球最大的冰箱压缩机生产及供应基地。

根据《电器》杂志统计，在 2007 年至 2010 年 1-6 月期间，国内前 16 家压缩机生产企业产销量占全行业产销总量比例均在 95%以上；其中，前 8 家压缩机生产企业的

产能和销量在全国压缩机行业占比分别从 2005 年的 73.64%和 75.01%上升到 2010 年 1-6 月的 83.81%和 82.57%，行业集中度明显提升。2010 年 1-6 月，包括合资企业在内的国内冰箱压缩机生产企业共销售冰箱压缩机约 5,461 万台。

表 5、2005 年来国内压缩机行业产能与产销量情况

项目	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年
产能（万台）	6,330	11,590	9,260	7,310	5,480	4,400
产量（万台）	5,273	7,790	6,187	6,932	5,112	3,890
销量（万台）	5,461	7,502	6,218	6,733	5,364	3,901
产能利用率（%）	83.3	67.21	66.81	94.83	93.28	88.41
产销率（%）	103.57	96.3	100.5	97.13	104.93	100.28

数据来源：中国家用电器协会，《电器》杂志，长城证券金融研究所整理

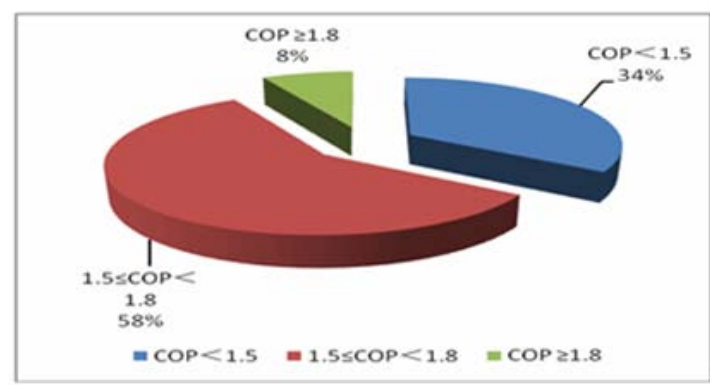
注 1：2010 年 1-6 月列示的产能为全年产能的二分之一。

注 2：销量为国内压缩机企业国内销售及出口销售总和。

注 3：以上数据为《电器》杂志统计的国内行业前 16 家压缩机生产企业的销售总和。

目前，冰箱压缩机行业的主流产品为中效和普效压缩机（COP 值在 1.75 以下），随着我国冰箱能效标准的不断提高，高效（COP 值在 1.75-1.95 之间）、超高效（COP 值 1.95 以上）压缩机及变频和高端轻型商用压缩机的发展空间很大。

图 4、我国 2009 年冰箱压缩机能效结构分布



资料来源：《中国电子商情-空调与冷冻》2010 年 4 月冷冻专刊

2.3 节能环保型冰箱将是未来市场主流

目前，我国冰箱社会拥有量约 2 亿台，空调器也超过了 1 亿台。家用电器的增长随之带来用电量的急增，在夏季，冰箱、空调器的能耗最为突出，已经成为电力紧张的主要原因之一。根据家电协会统计，目前空调能耗占我国家电总用电量的 20%，排在各类家电产品之首，每年消耗电量达 500~700 亿度。第二位是冰箱，用电量达 400~500 亿度。因此，降低空调器和电冰箱的能耗是家电生产企业所面临的一个严峻挑战。

生产节能、环保型家电产品是家电行业发展的必然趋势。而压缩机作为制冷家电产品的关键配套件，是家电制冷系统的核心和心脏。压缩机是制冷系统的核心耗能部件，提高制冷系统效率的最直接、有效的手段是提高压缩机的效率，它将带来系统能耗的显著降低。

我国现行产业政策鼓励高效、节能、无氟压缩机的生产。同时，随着居民消费水平的不断提高，城市市场对节能、环保、健康的高端冰箱产品需求正迅速增长，节能环保型冰箱已成为市场的主流。未来几年，我国政府将继续积极推行节能减排政策。自 2009 年 6 月开始在全国实施的空调“节能补贴”政策收效明显，预期未来很有可能逐步推广到冰箱产品上。

3. 募投项目助力公司“一体两翼”起飞

公司在今年初提出非公开发行股票方案，并在近期获批；我们认为，本次非公开发行的募投项目将有效帮助公司产品升级换代，巩固公司国内行业龙头地位。

3.1 产品结构优化，高端占比将大幅提高

本次募投项目均投向高端产品。其中，高效、超高效、变频压缩机均为家用冰箱压缩机，商用压缩机具体是指高端轻型商用压缩机。

高效和超高效压缩机主要根据压缩机的 COP 值划分，高效压缩机指 COP 值在 1.75-1.95 的非变频家用冰箱压缩机，超高效压缩机指 COP 值在 1.95-2.08 的 R600a 非变频家用冰箱压缩机。国家标准 GB/T 9098-2008《电冰箱用全封闭型电动机-压缩机》对非变频的家用冰箱压缩机，按其效率指标 COP 值分级。

表 6、压缩机名义性能系数（COP）的分级

名义制冷量/W			60	>60 ~ 80	>80 ~ 110	>110 ~ 140	>140 ~ 180	>180 ~ 240	>240 ~ 300	>300
性能系数 / (w/w)	R600a 制冷 剂压 缩机	A 级	>1.29	>1.60	>1.64	>1.75	>1.80	>1.75	>1.67	>1.64
		B 级	≥ 1.11	≥ 1.37	≥ 1.40	≥ 1.50	≥ 1.56	≥ 1.50	≥ 1.43	≥ 1.40
		C 级	≥ 0.98	≥ 1.21	≥ 1.24	≥ 1.32	≥ 1.38	≥ 1.32	≥ 1.27	≥ 1.24
		D 级	≥ 0.85	≥ 1.05	≥ 1.08	≥ 1.15	≥ 1.20	≥ 1.15	≥ 1.10	≥ 1.08
	R134a 制冷 剂压 缩机	A 级	>1.05	>1.28	>1.43	>1.58	>1.65	>1.58	>1.53	>1.50
		B 级	≥ 0.91	≥ 1.11	≥ 1.24	≥ 1.37	≥ 1.43	≥ 1.37	≥ 1.33	≥ 1.30
		C 级	≥ 0.81	≥ 0.98	≥ 1.09	≥ 1.21	≥ 1.27	≥ 1.21	≥ 1.17	≥ 1.15
		D 级	≥ 0.70	≥ 0.85	≥ 0.95	≥ 1.05	≥ 1.10	≥ 1.05	≥ 1.02	≥ 1.00

数据来源：国家统计局，长城证券金融研究所

此次募投项目中的变频压缩机特指变频家用冰箱压缩机，工作原理是通过传感器及电子智能控制系统，根据冰箱冷藏室或冷冻室的需要改变转速，制冷量可以随转速变化。变频技术适用于容积在 250 升的大规格冰箱，300 升以上的冰箱节能效果显著。

由于变频冰箱“快速制冷，可变制冷，低速维持，节电节能”及噪音低等多种优点，变频冰箱正在受到更多高端用户的青睐。目前，全球变频冰箱的市场份额约在 5% 左右，其中日本的普及率高达 65%，欧洲的市场份额则还不到 10%，随着冰箱能效指标



要求的不断提高,市场份额将迅速提高。比如加西贝拉在欧洲的主要客户博世西门子,2009年变频冰箱销量约18万台左右,预计3~5年后可达到100万台左右。根据产业在线的统计,中国市场2009年变频冰箱出货量约在150万台左右,市场份额较小,但增长迅速,2010年1-6月同比增长66%。由于变频压缩机是变频冰箱的核心部件,变频冰箱的快速增长将带动变频压缩机在未来几年呈现爆发式增长。

轻型商用压缩机主要用于商用领域,包括自动售版机、多层冷藏柜、超市陈列柜、商用冰箱、小型冷柜、制冰机、饮水机、小型热泵、小型冷库、电气柜冷却装置、除湿机等,主要采用R22、R134a、R404a、R290等工质。制冷量大多高于家用冰箱压缩机,可达数千W,此外,轻型商用压缩机的电机、润滑油都与家用冰箱压缩机有差异,需要专用的电机生产线、注油线。

轻型商用压缩机的市场集中度低,直接用户众多,但用户的技术实力普遍不强,在技术上对压缩机供应商的依赖程度高,大多数直接用户会要求供应商能提供整体式的制冷系统解决方案,少量的直接用户甚至要求提供整体式的制冷系统,即冷凝单元CU。另一方面,轻型商用压缩机的终端用户有许多是国际性大公司,如可口可乐、百事、雀巢等,压缩机成本在成套设备中所占的比例相对较少,他们采购的制冷设施一般是品牌好的压缩机(或CU),而且不轻易更换供应商。

目前,轻型商用压缩机全球年需求量约2,800万台左右。其中,用于小型冷柜、制冰机和饮水机的轻型商用压缩机约1,200万台左右,主要供应商为中国的丹甫、白雪、华意荆州等公司;其它用途的轻型商用压缩机约1600万台左右,主要供应商为国外的Tecumesh、Embraco、Danfoss、KK等公司。

公司目前总产能2100万台,其中高效压缩机约400-500万台,本次募投项目达产后,包括高效、超高效、变频和轻型商用在内的高端压缩机产能将达1500-1600万台,占公司总体产能的近50%。

3.2 贯彻公司“一体两翼”战略

四川长虹2007年底入主华意压缩后,将冰箱压缩机业务定位于未来的战略性业务,提出通过“战略驱动,自主创新,精细管理”尽快把公司打造成“世界领先的冰箱压缩机研发制造基地”的战略目标。公司从“技术领先、市场领先、效益领先”方面指明了实现战略目标的行动纲领,并以“一体两翼”的思路,加快管理整合、业务协同的步伐。“一体两翼”是指以加西贝拉为主体,华意本部、华意荆州为两翼。

强化加西贝拉领导者地位

年产500万台超高效和变频压缩机生产线项目由公司旗下控股子公司加西贝拉实施。加西贝拉是国家电冰箱压缩机标准的起草单位,是国内无氟压缩机替代改造的龙头企业,较早占领了无氟压缩机市场的制高点,并一直处于压缩机行业的领军地位。加西贝拉在国内率先自主开发成功并拥有自主知识产权的NE系列超高效压缩机和VNC系列变频压缩机。该等产品的设计已获国家发明专利授权,在保护整体结构稳定性的前提下,显著提高制冷效率,并大大减少原材料的消耗。

经过20多年的发展,加西贝拉已经形成了良好的品牌优势。加西贝拉的产品主要面向中高端客户,且已经成为欧洲八大冰箱生产企业的供应商,华意系出口欧洲的高端产品全部来自于加西贝拉。加西贝拉目前供应给博世西门子的压缩机产品已经占其



压缩机需求量的 25%左右，并荣获其 2009-2010 年度唯一的全球优秀供应商。预计募投项目达产后，加西贝拉在冰箱压缩机高端领域的市场占有率将进一步提升。

高效压缩机满足产品升级，商用压缩机探寻新利润增长点

根据我们在 2.2 节的分析，目前国内市场仍处于从中效和普效压缩机向高效压缩机升级的过程中，高效压缩机在国内市场具有广阔发展空间；同时，高端商用压缩机利润丰厚，根据恩布拉科、丹佛斯等品牌的产品情况来看，高端商用压缩机的毛利可达 30%-40%。

年产 600 万台高效压缩机和商用压缩机项目由子公司江西长虹实施，募投项目的规划厂址与母公司厂址毗邻，两者可形成较好的规模效应。公司在高效压缩机方面已有深厚的技术储备，公司景德镇生产基地以 HYE 与 HY 系列的制冷高效节能无氟压缩机产品为主，产品技术性能达到了同行先进水平，深受美菱、海信、美的和伊朗等国内外冰箱大企业的欢迎，在国内外市场前景持续看好。

我们预计该募投项目达产将使公司景德镇生产基地形成良好的规模效应（冰箱压缩机达到 1000 万台以上规模效应才比较明显），国内市场的产品升级将形成对募投项目产品的巨大需求。

表 7、国内冰箱压缩机高端产品需求预测

年份	2011	2012	2013	2014	2015
国内出货量(万台)	10,000	10,800	11,664	12,597	13,605
超高效压缩机市场份额	4%	6%	8%	10%	12%
超高效压缩机市场容量(万台)	400	648	933	1260	1633
变频压缩机市场份额	2%	3%	5%	6%	7%
变频压缩机市场容量(万台)	200	324	583	756	952
高效压缩机市场份额	12%	14%	16%	18%	20%
高效压缩机市场容量(万台)	1,200	1,512	1,866	2,267	2,721

数据来源：长城证券金融研究所预测

3.3 出口产品未来将占据半壁江山

冰箱中空特性使其长途运输的经济效应下降，因此冰箱巨头一般在世界主要市场均布有生产基地，这为压缩机产品的出口提供了有利条件。

公司产品出口已经具备了较好基础。子公司加西贝拉主要供应北美和欧洲高端市场，客户包括博世西门子、伊莱克斯、惠而浦、利勃海尔等世界知名品牌，母公司主要供应中东、智利、立陶宛等国家和地区，全球布局初步完成。公司出口产品质量处于世界先进水平，而产品价格比国外品牌略低，这使得公司在新客户开拓和与同行竞争中具有优势。

公司近年产品出口占比不断提升，募投项目达产后公司有充足的产能供应海外高端市场，预计 11/12/13 年产品出口占比可达 30%/40%/50%。境外市场平均毛利一般比境内市场高 2-3 个百分点，同时，由于国内外行业生态环境存在差异，境外市场的产品提价能力要明显高于境内市场。

图 5、公司近年产品出口情况 (百万元)

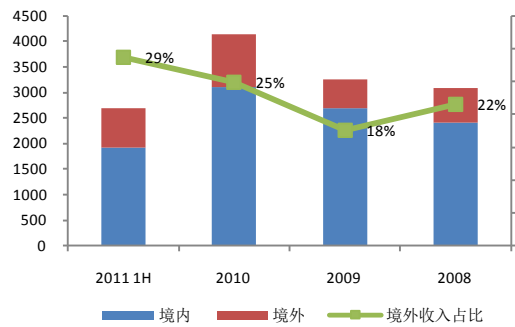
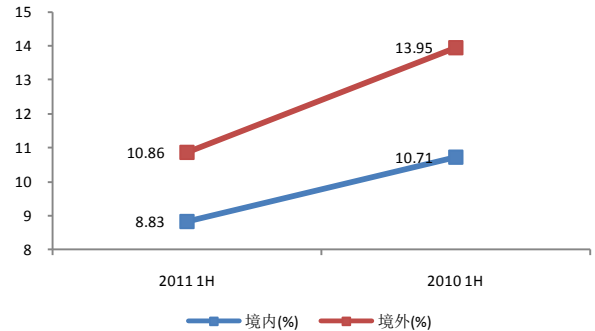


图 6、境内外产品平均毛利率水平



资料来源：公司公告，长城证券金融研究所整理

4. 盈利预测

我们预测公司 2011-2013 年主营业务收入分别为 45.00 亿元、51.25 亿元、76.72 亿元，全部销售收入分别为 52.17 亿元、59.48 亿元和 86.72 亿元；净利润分别为 0.22 亿元、1.22 亿元和 3.17 亿元；摊薄 EPS 分别为 0.05 元、0.26 元和 0.67 元。考虑到公司的行业地位和发展趋势，我们给予公司 2013 年 15 倍 PE，认为公司合理价值在 10.05 元，给予“强烈推荐”的投资评级。

表 8、华意压缩主营业务盈利预测及核心假设

分类	2010	2011E	2012E	2013E	核心假设
公司现有产品					
销量(万台)	2093	2250	2500	2700	通过技术改造和工厂扩建，每年新增 200 万台产能
均价(元/台)	196	200	205	200	随着行业整合和集中度不断提高，行业向下游议价能力提高
销售收入(万元)	412783	450000	512500	540000	
毛利率	12.50%	9.41%	12.00%	12.00%	铜、硅钢等主要原材料价格基本维持在目前水平
高效压缩机(江西长虹)					
销量(万台)				320	募投项目 2012 年底建成,2013 年全年产能利用率为 80%，产销率 100%，其他募投项目同
均价(元/台)				220	
销售收入(万元)				70400	
毛利率				14.00%	
超高效压缩机(加西贝拉)					
销量(万台)				320	

均价(元/台)				265	
销售收入(万元)				84800	
毛利率				17.00%	
变频压缩机(加西贝拉)					
销量(万台)				80	
均价(元/台)				300	
销售收入(万元)				24000	
毛利率				22.00%	
轻型商用压缩机(江西长虹)					
销量(万台)				160	
均价(元/台)				300	
销售收入(万元)				48000	
毛利率				30.00%	
主营业务总计					
销售收入(万元)	412783.00	450000.00	512500.00	767200.00	
销售收入增长率	40.80%	9.02%	13.89%	49.70%	
毛利率	12.50%	9.41%	11.90%	14.18%	
费用及税率					
销售费用率	1.56%	1.56%	1.56%	1.56%	
管理费用率	6.09%	6.10%	6.20%	6.00%	募投项目达产后规模效应提升
财务费用率	1.29%	1.30%	1.00%	1.00%	募集资金在11年底12年初到位,归还部分贷款
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	华意荆州为12.5%,其余均为25%

资料来源:公司公告,长城证券金融研究所预测

利润表 (万元)	2010	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4617	5217	5948	8672	成长性				
营业成本	4088	4732	5240	7501	营业收入增长	41.8%	13.0%	14.0%	45.8%
销售费用	72	80	92	134	营业成本增长	52.9%	15.8%	10.7%	43.2%
管理费用	281	313	357	503	营业利润增长	-57.2%	-85.1%	1487.3%	141.5%
财务费用	60	30	24	13	利润总额增长	-51.8%	-56.1%	413.2%	127.9%
投资净收益	1	0	0	0	净利润增长	-78.1%	15.5%	454.2%	159.7%
营业利润	83	12	196	475	盈利能力				
营业外收支	13	30	21	21	毛利率	11.5%	9.3%	11.9%	13.5%
利润总额	96	42	217	496	销售净利率	0.4%	0.4%	2.1%	3.7%
所得税	19	8	43	99	ROE	2.1%	2.1%	9.8%	19.3%
少数股东损益	58	12	52	79	ROIC	11.5%	4.6%	13.6%	25.2%
净利润	19	22	122	317	营运效率				
资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E	销售费用/营收	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
流动资产	2394	2753	3107	4511	管理费用/营收	6.1%	6.0%	6.0%	5.8%
货币资金	269	304	346	513	财务费用/营收	1.3%	0.6%	0.4%	0.1%
应收帐款	586	688	784	1144	投资收益/营利	0.9%	-0.3%	0.0%	0.0%
应收票据	673	760	867	1263	所得税/利润总额	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
存货	756	875	969	1387	应收帐款周转率	8.6%	8.2%	8.1%	9.0%
非流动资产	1198	1249	1304	1362	存货周转率	5.8%	5.8%	5.7%	6.4%
固定资产	890	943	1002	1064	流动资产周转率	2.2%	2.0%	2.0%	2.3%
资产总计	3592	4002	4411	5872	总资产周转率	1.5%	1.4%	1.4%	1.7%
流动负债	2578	2804	3039	4104	偿债能力				
短期借款	398	98	98	98	资产负债率	75.2%	73.2%	71.7%	72.0%
应付款项	1772	2051	2271	3251	流动比率	0.93	0.98	1.02	1.10
非流动负债	125	125	125	125	速动比率	0.64	0.67	0.70	0.76
长期借款	90	90	90	90	每股指标 (元)				
负债合计	2703	2929	3164	4229	EPS	0.04	0.05	0.26	0.67
股东权益	889	1073	1247	1644	每股净资产	1.87	2.26	2.63	3.46
股本	475	475	475	475	每股经营现金流	0.28	0.22	0.42	0.93
留存收益	224	246	368	685	每股经营现金/EPS	6.9	4.8	1.6	1.4
少数股东权益	341	353	405	484	估值				
负债和权益总计	3592	4002	4411	5872	PE	189.3	163.9	29.6	11.4
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	PEG	1.24	0.36	0.19	-
经营活动现金流	132	105	200	439	PB	4.1	3.4	2.9	2.2
营运资本减少	141	15	-37	-26	EV/EBITDA	2.40	3.38	1.34	0.45
投资活动现金流	-181	-107	-117	-127	EV/SALES	12.11	8.54	6.81	2.99
其中资本支出	-194	-107	-117	-127	EV/IC	0.44	0.33	0.27	0.15
融资活动现金流	-26	-150	0	0	ROIC/WACC	1.31	0.52	1.55	2.88
净现金总变化	-76	-151	83	312	REP	0.33	0.63	0.18	0.05

数据来源: WIND 长城证券研究所 备注: 1. 表中“净利润”指归属于母公司所有者的; 2. 计算 EPS 时假设公司本次非公开发行股本数为 1.5 亿股。

研究员介绍:

桂方晓: 中国科学技术大学统计与金融系硕士, 2011 年加入长城证券。

严福崑: 武汉大学硕士, 2007 年加入长城证券, 现任机械行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>